



РЕЗЮМЕ ОБСУЖДЕНИЯ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ

НА «НЕДЕЛЕ ТИШИНЫ» И В ХОДЕ ЗАСЕДАНИЯ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ
БАНКА РОССИИ 25 АПРЕЛЯ 2025 ГОДА

Участники обсуждения: члены Совета директоров Банка России, руководители Департамента денежно-кредитной политики, Департамента исследований и прогнозирования, а также представители других департаментов и главных управлений Банка России.

Департамент денежно-кредитной политики и Департамент исследований и прогнозирования представили результаты анализа текущей экономической ситуации в стране и в мире, а также предложения по базовому макроэкономическому прогнозу на 2025–2027 годы и его вариациям. Главные управления Банка России рассказали о ситуации в регионах, в том числе о результатах опросов бизнеса. Дополнительно участники обсуждения рассмотрели информацию от Департамента финансовой стабильности и Департамента организации международных расчетов.

Материал отражает **ключевые моменты обсуждения.**

ОГЛАВЛЕНИЕ

▶ СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ	2
▶ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ	5
▶ ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ	7
▶ ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ	9
▶ ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ	10



СИТУАЦИЯ В ЭКОНОМИКЕ И ИНФЛЯЦИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Текущий рост цен в 1к25 в среднем составил 8,3% с сезонной корректировкой в годовом выражении (с.к.г.) после 12,9% с.к.г. в 4к24 (на непродовольственные товары – 3,6% после 7,6%; на продовольственные товары – 9,4% после 18,2%; на услуги – 12,5% после 12,3%). Базовая инфляция в 1к25 снизилась в среднем до 8,9 с 13,4% с.к.г. в 4к24. По оперативным данным и опросам, рост экономической активности замедлился в 1к25. Индикатор бизнес-климата Банка России в январе – апреле 2025 года в среднем был вблизи уровня 4к24. Ценовые ожидания предприятий и инфляционные ожидания населения в апреле существенно не изменились. Уровень безработицы в феврале сохранялся на историческом минимуме – 2,3% с сезонной корректировкой (с.к.) Рост номинальных и реальных зарплат в январе – феврале 2025 года замедлился (г/г).

ДИСКУССИЯ

В 1к25 текущее инфляционное давление снизилось, но оставалось высоким. Динамика цен была неоднородной по компонентам. Рост цен на непродовольственные товары замедлился до низких значений. Темпы роста цен на продовольствие также снизились. Однако если исключить плодоовощную продукцию, которая подешевела с начала года (с.к.), они сохранялись выше 10%. В сфере услуг рост цен немного ускорился, преимущественно из-за подорожания проезда в общественном транспорте и повышения отдельных тарифов на жилищно-коммунальные услуги (ЖКУ). Без этих позиций рост цен на услуги демонстрировал некоторое замедление, но также оставался выше 10%.

Участники обсудили причины такой неоднородности. Они отметили, что **трансмиссия решений по денежно-кредитной политике обычно проявляется в различных сегментах с разным временным лагом.** Быстрее реагируют цены на непродовольственные товары, особенно на товары длительного пользования. Их приобретение легче отложить, и в спросе на товары длительного пользования прямая роль кредита наиболее значительна. В условиях жесткой денежно-кредитной политики спрос на эти товары снижается. Высокие процентные ставки по депозитам побуждают людей сберегать деньги и откладывать крупные покупки. Цены на услуги и продовольствие меньше зависят от кредитов и преимущественно определяются доходами населения, а также факторами предложения (например, последним урожаем). Изменение потребительских предпочтений сейчас дополнительно влияет на цены на услуги. В условиях значительного роста доходов в последние годы спрос на услуги увеличивался быстрее, чем на товары. Это поддерживает более высокие темпы роста цен в этом сегменте. Участники отметили, что влияние денежно-кредитной политики на цены на услуги и продовольствие будет усиливаться по мере выхода экономики на траекторию сбалансированного роста.

Участники согласились, что **значительный вклад в замедление текущего роста цен с начала года внесло укрепление рубля**, но, как и в марте, высказали разные мнения о том, в какой степени на это повлияла денежно-кредитная политика. Одни считали, что на курс больше влияли ожидания улучшения геополитической ситуации. Однако большинство полагало, что **укрепление рубля в большей степени связано с жесткой денежно-кредитной политикой**. Она воздействовала на курс рубля как через снижение спроса на импорт, так и через рост интереса к российским активам в условиях высокого дифференциала ставок (более высокие процентные ставки в России по сравнению со ставками в других странах). Участники также отметили, что, по оценкам, даже если исключить влияние курса рубля, в 1к25 текущие темпы роста цен снизились.

Инфляционные ожидания населения и бизнеса в целом оставались высокими и сдерживали замедление инфляции. В апреле ценовые ожидания бизнеса несколько снизились. Вмененная инфляция, рассчитанная из ОФЗ-ИН, незначительно увеличилась. Профессиональные аналитики существенно не изменили прогноз по инфляции на 2025–2027 годы. Ожидания населения немного выросли из-за увеличения ожиданий респондентов со сбережениями. У опрошенных без сбережений ожидания снизились. Было высказано мнение, что инфляционные ожидания респондентов со сбережениями, как правило, более чувствительны к экономическим новостям. Опрос проводился в начале апреля, когда активно обсуждались новости об импортных пошлинах США и их возможных инфляционных последствиях, а также наблюдалось снижение котировок на международных финансовых и сырьевых рынках. Респонденты без сбережений больше обращают внимание непосредственно на изменения цен в магазинах – в апреле их ожидания снизились вслед за продолжающимся замедлением текущего роста цен.

Участники согласились, что **по-прежнему преждевременно делать однозначный вывод об устойчивости и скорости снижения инфляционного давления**, учитывая его неоднородность и повышенные инфляционные ожидания. Дальнейшее охлаждение внутреннего спроса и снижение инфляционных ожиданий приведет к замедлению роста цен по более широкому кругу товаров и услуг и устойчивому снижению инфляции в целом.

По оценкам, **в 1к25 рост экономики продолжился, но более умеренными темпами, чем в предыдущие кварталы**. Участники отметили, что при оценке годового темпа экономического роста следует учитывать календарные факторы. При оценке секвенциального роста важно принять во внимание высокую базу 4к24, связанную с завершением крупных заказов в обрабатывающей промышленности в декабре. Эти эффекты несколько исказили динамику экономических показателей.

Замедление роста экономики в 1к25 было неоднородным по секторам и компонентам спроса. Что касается секторов, то общественное питание, торговля и туризм продолжали уверенно расти, в то время как в добыче и обработке наблюдалось снижение производства. Что касается спроса, то охлаждение происходило преимущественно в сегменте товаров

длительного пользования. Спрос на продовольствие и услуги пока оставался повышенным, что и обуславливало более высокое ценовое давление в этих категориях товаров и услугах. Инвестиции сохранялись вблизи высоких уровней конца 2024 года, но их рост несколько замедлился. Поддержку инвестициям оказывали накопленные компаниями в предыдущие годы финансовые резервы, а также высокий финансовый результат в начале этого года. Большинство опрошенных Банком России компаний сообщали о том, что планируют сохранить объем инвестиций в 2025 году либо нарастить, но более умеренно, чем в предыдущие годы. Участники согласились, что по-прежнему можно ожидать плавного замедления роста инвестиционной активности в 2025 году.

На рынке труда нарастают признаки некоторого снижения напряженности. Компании во многих регионах отмечали во время опросов, что дефицит кадров стал менее острым. У некоторых компаний снизилась потребность в работниках. Высвободившийся персонал находил работу на предприятиях с высоким спросом на рабочую силу. Оценка динамики зарплат пока затруднена из-за частичного переноса выплат премий с 1к25 на конец 2024 года. Более точные оценки можно будет сделать после выхода данных за апрель 2025 года. Опрашиваемые Банком России компании планируют более умеренную индексацию зарплат в 2025 году по сравнению с двумя предыдущими годами.

В марте расходы бюджета приблизились к сезонной норме. Участники обсуждения по-прежнему исходят из того, что **нормализация бюджетной политики в соответствии с утвержденными параметрами федерального бюджета станет важным дезинфляционным фактором в этом году.** В то же время возросла неопределенность относительно будущей динамики бюджетных доходов, учитывая текущую ценовую конъюнктуру на сырьевых рынках.

Минфин России в конце апреля сообщал о том, что в перспективе может быть оправдана корректировка бюджетного правила с учетом более выраженных долгосрочных рисков для мировых цен на энергоресурсы. Участники согласились, что если цена отсечения по нефти в бюджетном правиле будет снижена, то это станет дополнительным среднесрочным дезинфляционным фактором. В целом корректировка цены отсечения в бюджетном правиле в соответствии с более консервативной оценкой долгосрочного равновесия на мировом рынке энергоносителей повышает устойчивость бюджетной политики и снижает ее уязвимость к колебаниям цен на нефть.

Участники заключили, что в целом ситуация в экономике развивается близко к февральскому базовому прогнозу. Они согласились, что **можно с большей уверенностью говорить о том, что пик перегрева экономики был пройден в 4к24, и в 1к25 положительный разрыв выпуска начал снижаться.** Об этом свидетельствуют уменьшение текущего инфляционного давления, постепенное охлаждение внутреннего спроса и признаки некоторого снижения напряженности на рынке труда. Кроме того, такой вывод можно сделать из оценок разрыва выпуска с учетом обновленных данных по ВВП за 2024 год, оперативных данных и данных опросов, полученных в 1к25. В то же время перегрев в экономике пока остается значительным. Однозначный вывод об устойчивости и скорости его сокращения можно будет сделать позднее.



ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНЫЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

С мартовского заседания ставки на денежном рынке и доходности ОФЗ выросли, приблизившись к значениям февраля 2025 года. Процентные ставки по депозитам и кредитам несколько снизились. По оперативным данным, в марте портфель розничных кредитов в целом не изменился (м/м, с.к.): портфель необеспеченных потребительских кредитов продолжал сокращаться, а ипотечных – расти умеренными темпами. Рост портфеля корпоративных кредитов немного ускорился (м/м, с.к.). Продолжался активный приток средств населения на срочные вклады. Темпы роста широкой денежной массы с исключением валютной переоценки снизились.

ДИСКУССИЯ

Большинство участников согласились, что жесткость денежно-кредитных условий в целом существенно не изменилась с прошлого заседания. Ценовые и неценовые денежно-кредитные условия оставались жесткими. При этом динамика ценовых показателей была разнонаправленной. Неценовые условия не изменились: банки сохраняли высокие требования к финансовому положению заемщиков и обеспечению по кредитам. Сберегательная активность была высокой, а рост кредитования – сдержанным.

Участники подробно обсудили динамику ценовых показателей жесткости денежно-кредитных условий.

- Ставки денежного рынка и доходности ОФЗ преимущественно выросли из-за пересмотра вверх ожиданий по будущей траектории ключевой ставки после мартовского решения по денежно-кредитной политике. На ставки также повлияла переоценка участниками рынка геополитических рисков. В сегменте овернайт денежного рынка рост ставок был связан с приближением банковского сектора к состоянию структурного дефицита ликвидности. При сохраняющемся неравномерном распределении ликвидности между банками отдельные кредитные организации повысили спрос на нее на рынке, что привело к росту краткосрочных ставок несколько выше уровня ключевой ставки.
- Ставки по депозитам и спреды депозитных ставок к ключевой ставке вернулись к тем уровням, которые были до их увеличения осенью прошлого года. На них продолжило влиять улучшение ситуации с выполнением банками норматива краткосрочной ликвидности.
- Процентные ставки по кредитам снизились. Спреды плавающих ставок по кредитам к ключевой ставке уменьшились, но по-прежнему были выше уровней середины прошлого года. Корпоративные облигации размещались с меньшими спредами ставок купонов к ключевой ставке, чем месяцем ранее. Это указывает на некоторое ослабление влияния автономных факторов (нормализации банковского регулирования и ужесточения макропруденциальной политики) на условия кредитования.

Участники отметили, что при оценке денежно-кредитных условий важно учитывать изменения не только номинальных, но и реальных ставок. Реальные доходности ОФЗ в апреле вернулись к уровням января – февраля 2025 года. Хотя ставки по кредитам и депозитам снизились по сравнению с началом года, инфляционные ожидания в 1к25 также уменьшились. В реальном выражении изменения были незначительными. С учетом этого **ценовые денежно-кредитные условия скорее не изменились и были жесткими.**

Рост доходов позволял населению одновременно наращивать сбережения и потребление. Несмотря на снижение номинальных депозитных ставок, сохранялись активный приток средств населения на срочные депозиты и высокая норма сбережения.

Кредитная активность оставалась сдержанной во всех сегментах.

- Портфель необеспеченных потребительских кредитов продолжал сокращаться под влиянием как жесткой денежно-кредитной политики, так и ужесточения макропруденциальных требований.
- Спрос на ипотечные кредиты сдерживали высокие процентные ставки. Умеренные темпы роста ипотеки в основном обеспечивались льготным сегментом.
- В марте рост корпоративного кредитного портфеля немного ускорился на фоне нормализации исполнения бюджетных расходов в этот период. При этом корпоративное кредитование росло медленнее, чем в аналогичный период прошлого года. С начала года рост рублевых требований банковской системы к организациям был сдержанным.

Участники обсудили, что стало причиной замедления роста кредитования – охлаждение спроса со стороны заемщиков или ограничения на стороне банков. Они пришли к выводу, что **в большей степени влияло снижение спроса на кредит.** Это подтверждают опросы банков и компаний. При этом факторы предложения влияют на динамику кредита: риск-аппетит банков снизился, они более консервативно подходят к отбору заемщиков, спреды кредитных ставок к ключевой ставке остаются повышенными.

Участники согласились, что в целом **замедление роста кредитования соответствует февральскому прогнозу Банка России.** Охлаждение кредитной активности в розничном сегменте происходит уже продолжительное время, что свидетельствует о его устойчивости. В корпоративном сегменте такой вывод делать пока преждевременно, хотя появилось больше признаков устойчивости тенденций. **Жесткая денежно-кредитная политика продолжит влиять на динамику кредита. Влияние автономных факторов также сохранится:** банкам необходимо и дальше постепенно подстраивать балансы под продолжающуюся нормализацию банковского регулирования и ужесточение макропруденциальной политики, в том числе некоторым из них нужно увеличивать достаточность капитала. В этом году темпы роста кредита будут более умеренными, чем в предыдущие годы. Это будет способствовать замедлению внутреннего спроса и инфляции.

Снижение темпов роста широкой денежной массы в марте связано как с меньшей интенсивностью бюджетных расходов и сезонным профицитом бюджета, так и с умеренными темпами роста кредита. Участники отметили, что траектория изменения денежной массы с начала 2025 года близка к траекториям, наблюдавшимся при инфляции вблизи 4% (2016–2019 годы). Но пока рано делать вывод о том, что замедление роста денежной массы устойчиво.

Участники отметили, что **качество кредитного портфеля в целом оставалось достаточно высоким, хотя в отдельных сегментах ситуация несколько ухудшилась**. Большинство компаний продолжали успешно обслуживать кредиты, в том числе благодаря высокой прибыли последних лет. Однако число запросов на реструктуризацию со стороны малого и среднего бизнеса росло. В конце марта также наблюдалось некоторое увеличение количества реструктуризаций по кредитам крупных компаний.

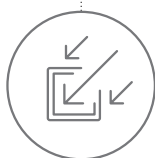
ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ

ОСНОВНЫЕ ФАКТЫ

Оперативные данные указывают на замедление роста мировой экономики в 1к25 по сравнению с 4к24. Инфляционное давление повысилось в крупнейших развитых экономиках (кв/кв, с.к.г.). Импортные пошлины в мире, особенно в США, сильно выросли. Увеличились риски более медленного роста мировой экономики и более высокой инфляции в 2025 и 2026 годах, чем ожидалось ранее. Цены на большинство товаров российского экспорта с начала года снизились. По предварительной оценке, стоимостные объемы экспорта и импорта уменьшились в 1к25 по сравнению с 4к24 и 1к24. При этом снижение стоимостного объема импорта было более существенным, чем экспорта. Сальдо счета текущих операций в 1к25 выросло по сравнению с 4к24, но было ниже значения в 1к24. Рубль значительно укрепился в 1к25 и в апреле оставался более крепким по отношению к основным валютам, чем в конце 2024 года.

ДИСКУССИЯ

Участники отметили, что **прогнозы роста мировой экономики существенно ухудшились из-за повышения импортных пошлин в США и ответных мер других стран**. Участники согласились, что это необходимо учесть в макроэкономическом прогнозе. Однако пока не следует закладывать в базовый сценарий масштабные и продолжительные торговые войны. По мере переговоров торговые ограничения и пошлины будут постепенно снижаться, хотя и останутся выше, чем в предыдущие десятилетия.



Ожидается, что из-за повышения импортных пошлин инфляция в США в 2025 году будет выше, чем предполагал февральский прогноз Банка России. Однако по мере охлаждения экономической активности в США рост цен будет замедляться. Участники рынка ожидают, что ФРС США будет снижать ставку быстрее, чем ожидалось ранее, чтобы сгладить колебания делового цикла. Участники обсуждения согласились, что это следует учесть в прогнозе.

Влияние введенных торговых пошлин на российскую экономику ожидается ограниченным, учитывая структуру внешней торговли и особенности финансовых потоков. Основным эффектом будет опосредованным – через снижение мирового спроса и цен на нефть. Нефтяные котировки уже снизились с начала года – из-за опасений относительно перспектив роста мировой экономики в сочетании с решениями ОПЕК+ в части восстановления добычи нефти. Участники согласились, что **в базовом сценарии цены на российскую нефть в 2025 году следует понизить в среднем до 60 долларов за баррель.** По мнению участников, в дальнейшем они стабилизируются на этом уровне. Мировой спрос будет восстанавливаться по мере снижения торговых ограничений и пошлин и в результате принимаемых мер государственной поддержки. Однако сдерживающее влияние на нефтяные котировки будет оказывать расширение добычи как внутри, так и вне ОПЕК+. Вместе с тем риски дальнейшей эскалации торговых войн остаются значительными. Длительное сохранение ограничений может повлиять на динамику нефтяных цен.

Участники обратили внимание на более значительное снижение импорта в 1к25 по сравнению с экспортом даже с учетом традиционной сезонности. Большинство участников согласились, что снижение импорта в значительной степени отражает охлаждение спроса под влиянием жестких денежно-кредитных условий. В качестве причин также называлась коррекция спроса на импортные транспортные средства после его всплеска в августе – октябре прошлого года перед повышением утилизационного сбора.

Несмотря на снижение цен на нефть и ухудшение ситуации в мировой экономике, рубль оставался значительно более крепким, чем в конце 2024 года. Поддержку рублю с начала года оказывало стабильное предложение валюты экспортерами при умеренном спросе на нее со стороны импортеров. Кроме того, высокие процентные ставки по рублевым кредитам могли стимулировать компании, имеющие запасы валютной ликвидности, активнее продавать ее для финансирования текущих расходов в рублях. Такая продажа валюты может быть связана и с желанием получить дополнительный доход от размещения средств по высоким рублевым ставкам. Ожидания участниками рынка улучшения геополитической ситуации также поддерживали рубль. Большинство участников согласились, что с учетом поступивших данных укрепление рубля в значительной степени связано с проявлением эффектов от жесткой денежно-кредитной политики.



ИНФЛЯЦИОННЫЕ РИСКИ

Участники согласились, что баланс рисков для базового прогноза по-прежнему смещен в сторону проинфляционных.

Основные проинфляционные факторы включают:

- *Сохранение значительного положительного разрыва выпуска (перегрева экономики).* Это может быть результатом как повышенного внутреннего спроса, так и усиления ограничений на стороне предложения. Высокий спрос может поддерживаться возобновлением ускоренного роста кредитования. Дальнейшее расширение дефицита кадров может привести к большему отставанию роста производительности труда от роста реальных зарплат. Усиление санкций может замедлить увеличение потенциала экономики. Независимо от причин, сохранение значительного перегрева экономики или его более медленное снижение означают более высокое устойчивое инфляционное давление.
- *Длительное сохранение высоких инфляционных ожиданий или их рост.* Это может напрямую влиять на спрос и цены, а также усиливать вторичные эффекты от разовых факторов инфляции.
- *Ухудшение условий внешней торговли из-за негативных изменений конъюнктуры на мировых товарных рынках и геополитической ситуации.* Замедление роста мировой экономики из-за расширения протекционистских мер и ускорение перехода на более энергоэффективные технологии могут вызвать снижение спроса и цен на сырьевых рынках. Дополнительное давление на нефтяные котировки может оказать увеличение добычи нефти внутри и вне ОПЕК+. В результате стоимостный объем российского экспорта может снизиться.
- *Расширение бюджетного дефицита, а также возникновение вторичных эффектов, связанных со структурой доходов и расходов бюджета.* Смягчение бюджетной политики или расширение программ льготного кредитования могут поддерживать высокий внутренний спрос и инфляцию. Кроме того, значительное и устойчивое снижение мировых цен на нефть может повлиять на доходы бюджета и требовать корректировки параметров бюджетной политики. Отсутствие такой корректировки может создать риски для динамики инфляции.

Основные дезинфляционные факторы включают:

- *Более быстрое и значительное замедление роста кредитования.* Это может произойти из-за более жестких ценовых и неценовых условий кредитования, включая снижение риск-аппетита банков под влиянием оценки ими экономических тенденций, а также совокупности принятых Банком России решений. Чрезмерное замедление роста кредитования может привести к более существенному охлаждению внутреннего спроса, более быстрому снижению инфляции и отклонению ее вниз от цели.



- *Снижение геополитической напряженности.* В краткосрочном периоде это может способствовать замедлению инфляции. Однако в среднесрочной перспективе эффекты могут быть менее однозначными и будут зависеть от того, как сложится баланс спроса и предложения в экономике.

ВЫВОДЫ ДЛЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И РЕШЕНИЕ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

Участники обсуждения рассмотрели обновленные прогнозные расчеты: базовый сценарий и его вариации. Различия в вариациях касались краткосрочных прогнозов по инфляции и экономическому росту (включая скорость закрытия положительного разрыва выпуска), степени адаптивности инфляционных ожиданий, а также динамики цен на нефть.

По итогам анализа новых данных и с учетом обновленных прогнозных расчетов участники обсуждения пришли к **широкому консенсусу относительно сохранения ключевой ставки в апреле**. Основные аргументы были следующими:

- Эффекты жестких денежно-кредитных условий все больше проявляются в динамике спроса и цен. Текущее инфляционное давление продолжает снижаться, в том числе в устойчивой части. Появляется все больше свидетельств того, что в 1к25 положительный разрыв выпуска начал уменьшаться.
- В то же время на текущем этапе оправдана осторожность в оценке устойчивости и скорости дезинфляционных тенденций. Замедление инфляции и экономического роста происходит неоднородно. Внутренний спрос пока остается высоким. Велика неопределенность дальнейшего развития ситуации, особенно в части внешних условий. Необходимо поддерживать жесткость денежно-кредитных условий, чтобы происходящие в экономике процессы стали устойчивыми: положительный разрыв выпуска продолжил уменьшаться, обеспечивая дальнейшее замедление инфляции и ее возвращение к цели в 2026 году.

Как и в марте, дискуссия среди участников была вокруг того, какой сигнал следует дать на ближайшие заседания. Обсуждались два варианта:

- нейтральный сигнал без указания на направленность шагов на будущих заседаниях;
- умеренно жесткий сигнал, аналогичный тому, который был дан после мартовского заседания по ключевой ставке.

Те участники, которые высказывались **в пользу умеренно жесткого сигнала**, большее значение придавали тому факту, что баланс рисков для прогноза по инфляции по-прежнему смещен в сторону проинфляционных. Обеспокоенность вызывает изменение внешних условий и их влияние на экономику, динамику курса и бюджетные доходы. Инфляционные ожидания остаются повышенными, их снижение приостановилось. Чтобы обеспечить инфляцию 4% в 2026 году, может потребоваться дополнительное увеличение ключевой ставки. Смягчение тональности сигнала, напротив, может привести к формированию у участников рынка ожиданий быстрого снижения ключевой ставки в будущем и смягчению ценовых денежно-кредитных условий.

Однако **большинство участников посчитали, что можно перейти к нейтральному сигналу**. По сравнению с мартовским заседанием сейчас появилось больше свидетельств того, что дезинфляционные тенденции в экономике нарастают. Кроме того, несколько снизилось беспокойство относительно ряда факторов, которые отмечались на заседании в марте. Бюджетные расходы вернулись к сезонной норме, но кредитная активность при этом по-прежнему сдержанная. Рубль оставался крепким, несмотря на более осторожные настроения участников рынка в отношении перспектив снижения геополитической напряженности. В курсовой динамике более выраженно стали проявляться эффекты жесткой денежно-кредитной политики.

Участники отметили, что, хотя вероятность повышения ключевой ставки сохраняется, она снизилась по сравнению с мартом. Нейтральный сигнал предполагает как сохранение, так и снижение или повышение ключевой ставки. При этом участники согласились, что нейтральный сигнал должен быть дополнен указанием на продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Это уменьшит риски неверной интерпретации смягчения сигнала как намерения более быстро снижать ключевую ставку в будущем.

Участники подчеркнули, что для оценки жесткости денежно-кредитных условий важны не столько номинальные показатели, сколько реальные. Если инфляционные ожидания будут снижаться, то жесткость денежно-кредитных условий в реальном выражении будет расти при сохранении того же уровня ключевой ставки. Таким образом, продолжительный период жестких денежно-кредитных условий не означает, что ключевая ставка будет неизменной долгое время. Необходимая жесткость денежно-кредитных условий в реальном выражении может быть обеспечена и при снижении уровня ключевой ставки, если инфляционные ожидания также снижаются.

По итогам дискуссии **Совет директоров Банка России 25 апреля 2025 года сохранил ключевую ставку на уровне 21,00% годовых**. Банк России будет поддерживать такую жесткость денежно-кредитных условий, которая необходима для возвращения инфляции к цели в 2026 году. Это означает продолжительный период проведения жесткой денежно-кредитной политики. Дальнейшие решения по ключевой ставке будут приниматься в зависимости от скорости и устойчивости снижения инфляции

и инфляционных ожиданий. В рамках базового сценария это предполагает среднюю ключевую ставку в диапазоне 19,5–21,5% годовых в 2025 году и 13,0–14,0% годовых в 2026 году.

Совет директоров Банка России ожидает, что в базовом сценарии мировая экономика в 2025–2026 годах будет расти медленнее, а цена на нефть в 2025 году сложится на 5 долларов США за баррель ниже, чем прогнозировалось в феврале. При этом в российской экономике положительный разрыв выпуска продолжит постепенно снижаться под влиянием денежно-кредитной политики. Прогноз роста ВВП сохранен без изменений. В 2025 году ВВП вырастет на 1,0–2,0%, в 2026 году – на 0,5–1,5%. В 2027 году экономика устойчиво вернется к сбалансированным темпам роста, которые по-прежнему оцениваются в 1,5–2,5% в год. С учетом проводимой денежно-кредитной политики годовая инфляция снизится до 7,0–8,0% в 2025 году, вернется к 4% в 2026 году и будет находиться вблизи 4% в дальнейшем. Подробнее можно прочитать в [Комментарии к среднесрочному прогнозу Банка России](#).